

بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی با تأکید بر نقش تئوری نمایندگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس

اوراق بهادار تهران

طوبی سید صادقی نمین^۱، دکتر عادل شاه ولی زاده^۲، دکتر وحدت آقاجانی^۳

تاریخ پذیرش ۱۴۰۰/۱۰/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۸/۲۹

چکیده

نقد شونددگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خریدوفروش تعریف کرد که برای سرمایه‌گذاران و سهامداران بسیار حائز اهمیت می‌باشد و از طرفی بررسی هزینه‌های نمایندگی و تأثیر آن بر ساختار سررسید بدهی، در تصمیمات سرمایه‌گذاران حائز اهمیت فراوانی می‌باشد. هدف این تحقیق به بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی با تأکید بر تئوری نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جهت رسیدن به هدف فوق نمونه‌ای متشکل از ۱۲۶ شرکت (مشتمل بر ۱۲۶۰ نمونه سال شرکت) از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۰ ساله برای سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون‌های فرضیه‌های تحقیق نشان داد که نتیجه فرضیه اول بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس دارد و طبق فرضیه دوم تحقیق تئوری نمایندگی بر رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معکوس دارد.

کلمات کلیدی: نقد شونددگی سهام، ساختار سررسید بدهی، تئوری نمایندگی

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی اردبیل، اردبیل (seyedsadeghitooba@gmail.com)

^۲ دکتری حسابداری، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اردبیل (a.shahvalizadeh@gmail.com)

^۳ دکتری حسابداری، عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اردبیل (v.aghajani@gmail.com)

۱- مقدمه

یکی از بحث‌ها و چالش‌های اساسی در سرمایه‌گذاری میزان نقد شوندگی دارایی‌هاست. نقش عامل نقد شوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها بسیار مهم است؛ زیرا سرمایه‌گذاران به این موضوع توجه دارند که اگر بخواهند دارایی خود را به فروش برسانند، آیا بازار مناسبی برای آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارند و سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک سرمایه‌گذاری دارایی‌های موردنظر خود را برمی‌گزینند. نرخ بازده مورد انتظار هر دارایی، نشانگر بازده ازدست‌رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها قابلیت نقد شوندگی آن‌هاست. نقش عامل نقد شوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقد شوندگی دارایی در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت و یکی از عوامل مهم مؤثر بر ریسک دارایی قابلیت نقد شوندگی آن است (احمد پور و باغبان، ۱۳۹۳).

حال در تئوری نمایندگی، مشکل نمایندگی یکی از نواقص عمده بازار است و از تضاد منافع مدیران و مالکان منتج می‌گردد. ممکن است مدیران شرکت‌های سهامی عام، اهداف شخصی خود را دنبال کنند که این امر لزوماً با اهداف سهامداران خارج از شرکت همسو نیست. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران، به سرمایه‌گذاری افراطی منجر می‌شود و ممکن است در قالب میل افراطی مدیران به اداره کردن شرکت‌های بزرگ تجلی کند. مدیرانی که نگران شهرت خود در بازار کار هستند، ممکن است انگیزه‌هایی برای اتخاذ اقداماتی داشته باشند که به بهبود عملکرد کوتاه‌مدت آنان و به هزینه عملکرد بلندمدت منجر گردد (زمانی و همکاران، ۱۳۹۶).

بدهی‌های کوتاه‌مدت، نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد دارد؛ به عبارت دیگر، بدهی‌های کوتاه‌مدت، سازوکاری است که عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی را میان سهامداران، اعتباردهندگان و مدیران کاهش می‌دهد و همچنین به طور بالعکس، با افزایش قدرت نقد شوندگی سهام، سرمایه‌گذاران انتظار بازده کمتری دارند و همین امر منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود بنابراین، این انتظار وجود

دارد، شرکت‌هایی که سهام آن‌ها از نقد شونددگی بیشتری برخوردارند، از انتشار سهام بیشتری به‌عنوان منبع تأمین مالی بهره‌برند و همچنین به‌هنگام تأمین مالی، از حقوق صاحبان سهام در مقایسه با بدهی، بیشتر استفاده نمایند و متقابلاً از ساختار سررسید بدهی کوتاه‌مدت‌تری استفاده نمایند حال در این تحقیق مسئله‌ای که مطرح است، این است که بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی با تأکید بر تئوری نمایندددگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چه رابطه‌ای وجود دارد؟

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

نقد شونددگی به‌عنوان یکی از عوامل تعیین‌کننده بازده دارایی‌ها اولین بار توسط کینز^۱ (۱۹۳۰) مطرح شد. او بیان کرد که یک دارایی زمانی نسبت به دارایی دیگر نقد شونددگی بیشتری دارد که بتوان آن را در کوتاه‌ترین زمان ممکن و بدون تحمل زیان تبدیل نمود. فرناندز^۲ (۱۹۹۹) عنوان می‌کند که نقد شونددگی قابل‌اندازه‌گیری به‌وسیله یک معیار مطلق نیست. بلکه باید آن را در مقیاسی ارزیابی نمود که عناصر کلیدی مفهوم نقد شونددگی چون حجم، زمان و هزینه‌های معاملاتی را در برگیرد. به‌هرحال، انتخاب معیار مناسب برای اندازه‌گیری نقد شونددگی از جمله موضوعات چالش‌برانگیز در ادبیات مالی بوده است.

به چند دلیل انتظار می‌رود که رابطه مثبت میان کیفیت اقلام تعهدی به‌عنوان شاخصی از اطلاعات حسابداری و سررسید بدهی وجود داشته باشد. دلیل اول کاهش ریسک اطلاعات دریافت شده توسط اعتباردهندگان است که به برآورد صحیح‌تر جریان‌های نقدی آتی منجر می‌شود. اعتباردهندگان به‌ویژه بانک‌ها سررسیدهای کوتاه‌تری را برای نظارت بر شرکت‌هایی باکیفیت اطلاعات حسابداری پایین‌تر تحمیل نموده و از این طریق ریسک اطلاعاتی بالای این شرکت‌ها را جبران می‌کنند. در این رابطه کیفیت بالای اطلاعات حسابداری منجر به کنترل بهتر مدیران شده و این امر اعتباردهندگان را به در نظر گرفتن شرایط آسان‌تر در قراردادهای وام متمایل می‌سازد (هانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

^۱ - Keynes, 1930

^۲ - fernandez, 1999

^۳ Huang, R.

دوم اینکه شرکت‌های دارای ارقام تعهدی باکیفیت، می‌توانند به سررسیدهای طولانی‌تری از بدهی نسبت به شرکت‌های دارای ارقام تعهدی باکیفیت پایین دست یابند. زیرا کیفیت بالای ارقام تعهدی به‌عنوان شاخصی از کیفیت اطلاعات حسابداری، پدیده‌ی گزینش نادرست بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان را کاهش می‌دهد. این امر از منظر اعتباردهندگان منجر به گنجاندن شرایط آسان‌تر به‌ویژه طولانی کردن سررسید بدهی هنگام انعقاد قراردادها می‌گردد.

بر پایه فرضیه ریسک نقدینگی، میزان نقدینگی شرکت از عوامل تأثیرگذار بر سررسید بدهی است. ریسک نقدینگی به معنای احتمال عدم قابلیت تبدیل به نقد دارایی‌ها است. هرچه اطمینان نسبت به نقد شدن دارایی بیشتر باشد ریسک نقدینگی کم‌تر است. اعتباردهندگان ممکن است از اعطای وام‌های بلندمدت به اعتبار گیرندگان دارای ریسک نقدینگی بالا اجتناب بورزند، زیرا احتمال اینکه خالص ارزش فعلی مرتبط با پروژه‌های این اعتبار گیرندگان منفی باشد، زیاد خواهد بود. بنابراین رابطه منفی بین این ریسک و سررسید بدهی پیش‌بینی می‌شود و شرایط محدودکننده‌ی بیش‌تری برای این‌گونه اعتبار گیرندگان در قراردادهای بدهی تعیین می‌گردد (هانگ و همکاران^۱، ۲۰۱۷).

طبق تئوری نمایندگی، تضاد منافع می‌تواند منجر به عدم تقارن اطلاعاتی نیز شود. یکی از راه‌های کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی انجام حسابرسی سالانه می‌باشد. دومین مشکل نمایندگی مربوط به ناتوانی سهامدار در ملاحظه اقدام و عملیات مدیر است (جنسن، ۱۹۸۸؛ هلمسترم، ۱۹۷۹).

با اشاره به مبانی نظری پیرامون تحقیق، حال به دنبال مرور بر چند پیشینه تحقیق مشابه داخلی و خارجی صورت گرفته‌شده در راستای موضع تحقیق به شرح زیر می‌باشیم: علی جعفری و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی رابطه قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و ساختار سررسید بدهی پرداختند. نمونه آماری تحقیق که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است؛ شامل ۱۱۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. تحقیق از نوع توصیفی - همبستگی است و جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان داد که بین قابلیت مقایسه سود،

¹ Huang, R.

قابلیت مقایسه جریان‌های نقدی عملیاتی و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین ترتیب تهیه گزارش‌هایی جهت تسهیل امر مقایسه صورت‌های مالی از یک سو و آموزش فعالان بازار در راستای درک اهمیت و استفاده از این ویژگی کیفی از سوی دیگر ضروری به نظر می‌رسد. نداقی و پور علی (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر نقد شونددگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها: مورد مطالعه بازار سرمایه ایران پرداختند. دین منظور تعداد ۹۵ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ به‌عنوان حجم نمونه تحقیق انتخاب گردید. روش تحقیق توصیفی-همبستگی است و برای تخمین مدل رگرسیونی با داده‌های تابلویی و برای تجزیه و تحلیل از رگرسیون چندگانه به روش پانل-دیتا استفاده شده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که نقد شونددگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج نشان می‌دهد بین نقد شونددگی سهام و سرمایه‌گذاری آتی شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک و همچنین شرکت‌های دارای تقارن اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی تفاوت معناداری وجود ندارد. کرد لویی و ابراهیمی (۱۳۹۸) در تحقیقی تبیین اثر اطلاعاتی نقد شونددگی سهام بر سود تقسیمی پرداختند؛ که اطلاعات ۱۰۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ استفاده و جهت برآورد مدل از روش پانل لاجیت (توبیت) در نرم‌افزار استاتا بهره گرفته شد. جهت تبیین صحیح روابط، از متغیرهای تعدیل‌کننده کیفیت افشای اطلاعاتی، سهم شناور آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی استفاده گردیده و همچنین جهت تعمیم نتایج از معیارهای مختلف نقد شونددگی بهره گرفته شد. نتایج تحقیق بیانگر آن است که عامل‌های مختلف نقد شونددگی تأثیر معناداری بر تقسیم سود دارند. تأثیر متغیرهای تعدیل‌کننده بر تقسیم سود، درحالی‌که شاخص نقد شونددگی نسبت بازده‌های صفر در نظر گرفته شده؛ قوی‌تر از سایر حالت‌ها است. همچنین بر اساس نتایج متغیرهای تعدیل‌گر در حالی که تعدیل‌کننده متغیر سهم سهام شناور در نظر گرفته شده، موجب افزایش تأثیر شاخص‌های نقد شونددگی شده‌اند. محمد زاده مقدم (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر هزینه نمایندگی بر پیش‌بینی سودآوری شرکت‌ها انجام داد. جامعه آماری این تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ فعال هستند، تشکیل می‌دهد. شرکت‌های نمونه شامل ۱۰۵ شرکت و در مجموع شامل ۷۳۵ شرکت است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش

رگرسیون و روش حداقل مربعات استفاده شده است. این تحقیق، از لحاظ روش‌شناسی، از نوع شبه تجربی و پس‌رویدادی در حوزه تحقیق‌های اثباتی حسابداری است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های این تحقیق نشان می‌دهد که از بین معیارهای اندازه‌گیری هزینه نمایندگی رابطه بین مالکیت نهادی ناشی از حاکمیت شرکتی و نسبت گردش دارایی با پیش‌بینی سودآوری مستقیم و معنادار است. این یافته‌ها همچنین نشان داد رابطه معناداری بین ساختار سرمایه پیش‌بینی سودآوری وجود ندارد. علاوه بر این، رابطه بین مدیریت سود و پیش‌بینی سودآوری معنادار ولی معکوس است که دلیل این رابطه معکوس را می‌توان خطر اخلاقی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی مدیریت سود دانست. نو فاضل^۱ (۲۰۲۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های هند پرداخت. وی برای این منظور با استفاده از داده‌های ۵۲۲۸۱ نمونه (سال شرکت) طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۸ برای شرکت‌های عضو بورس بمبی (هند) و با بهره‌گیری از داده‌های تابلوی و روش رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسید که بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی رابطه منفی وجود دارد و همچنین هزینه ناشی از نمایندگی شدت رابطه فوق را تشدید می‌کند. زونگ^۲ (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین نقد شونددگی سهام و نوآوری شرکت‌های چینی با تأکید بر هزینه نمایندگی پرداخت، وی با استفاده از داده‌های شامل ۱۳۷۵۲ سال شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۶ در شرکت‌های چینی به این نتیجه رسیدند که بین نقد شونددگی سهام و نوآوری شرکت رابطه مستقیم وجود دارد و همچنین هر چه مقدار هزینه نمایندگی بالاتر رود شدت رابطه فوق نیز تشدید پیدا می‌کند. ژئو لی و همکاران^۳ (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین هزینه نمایندگی و خوانایی گزارشگری مالی با تأکید بر نقش حسابرسی در شرکت‌های چینی پرداختند. آنان برای این منظور با استفاده از رگرسیون چند متغیره در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵ با بهره‌گیری از مشاهداتی بالغ بر ۱۹۲۲۱ سال شرکت به این نتیجه رسیدند که هر چه مقدار هزینه نمایندگی بالا باشد باعث کاهش قابلیت خوانایی گزارشگری مالی می‌باشد و همچنین کیفیت حسابرسی باعث کاهش هزینه نمایندگی شده و نتیجتاً موجب افزایش خوانایی

¹ Nufazil A

² Zhong. N

³ Xue Li

گزارشگری مالی می‌گردد. مارکس و شانگ^۱ (۲۰۱۷) در تحقیقی تحت عنوان بررسی تأثیر نقد شونددگی بر ساختار سررسید بدهی پرداختند. برای این منظور آنان با استفاده از داده‌های پانلی برای نمونه‌ای مشتمل بر ۷۱۶۲۶ سال شرکت در طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۱۳ به این نتیجه رسیدند که بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی رابطه معکوس وجود دارد بدین معنا که هرچه قدر نقد شونددگی کاهش یابد بدهی کوتاه‌مدت نیز کاهش می‌یابد.

۳- فرضیه های تحقیق

۱. بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
۲. تئوری نمایندگی بر رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۴- روش تحقیق

این تحقیق، از بعد هدف از نوع تحقیقات کاربردی، از بعد ماهیت تحقیق از نوع تحقیقات مروری، از نوع ماهیت داده‌ها از نوع تحقیقات کمی، از لحاظ روش شناخت تحقیق از نوع تحقیقات توصیفی همبستگی و پس رویدادی، از بعد نوع استدلال از نوع قیاسی و استقرایی، از بعد زمان جزو تحقیقات گذشته‌نگر، از بعد طول مدت‌زمان انجام تحقیق از نوع تحقیقات ترکیبی، و از لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات از نوع تحقیقات کتابخانه‌ای و همچنین از بعد روش تحلیل داده‌ها از نوع تحقیقات تحلیل محتوا مبتنی بر روش‌های آماری می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. نمونه آماری تحقیق نیز شامل ۱۲۶ شرکت می‌باشد. شایان ذکر است که به علت گستردگی حجم جامعه آماری، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده‌شده و از این‌رو، نمونه آماری به روش حذفی سیستماتیک انتخاب می‌شود: شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌گری مالی نباشند و شرکت طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداده باشند و همچنین در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از

¹ Marks. Joseph & Shang. C

شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌ها و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت الگوهای رگرسیونی ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب شود لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. شایان ذکر است؛ برای پردازش، دسته‌بندی و آماده نمودن متغیرها و ورود به نرم‌افزارهای Eviews از نرم‌افزار تخصصی Excel استفاده شده است و در نهایت برای برآورد مدل تحقیق از نرم‌افزار Eviews.9 استفاده گردیده است.

۵- متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

ساختار سررسید بدهی

در این تحقیق سررسید بدهی به‌عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار می‌گیرد و تأثیر نوسانات جریان‌ات نقدی بر آن شناسایی می‌گردد. از این‌رو مطابق با تحقیقات؛ گماریز و بالستا^۱ (۲۰۱۴)، وی و همکاران^۲ (۲۰۱۱)، هاشمی و همکاران (۱۳۹۲) از نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها برای محاسبه سررسید بدهی استفاده شده است که در عموم تحقیقات مشابه به‌عنوان معیار سنجش ساختار سررسید بدهی می‌باشد. مدل مربوط به شرح زیر می‌باشد:

$$\text{Debt maturity} = \frac{\text{Total long_term deb}}{\text{Total debt}} = \frac{\text{کل بدهی بلند مدت}}{\text{کل بدهی}}$$

Debt maturity: ساختار سررسید بدهی

¹ Gomariz, M, C. , Ballesta, J, P

² Wei, J

Total long-term debt: کل بدهی بلندمدت

Total debt: کل بدهی

متغیر مستقل

متغیر مستقل تحقیق نقد شوندگی سهام است که از رابطه میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به شرح زیر به دست می‌آید برای سنجش نقدینگی استفاده شده است که در تحقیقاتی همچون؛ تاکافومی^۱ (2015) و علیزاده و همکاران (۱۳۹۴) نیز از این شاخص برای سنجش نقدینگی سهام شرکت بهره برده‌اند. که در آن؛

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{AP_{it} + BP_{it}} \times 2$$

میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام - میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام
= $\frac{\text{میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام} + \text{میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام}}{2}$

BA_{it} : معرف میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت (معیار سنجش نقد شوندگی سهام)

AP_{it} : میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت

BP_{it} : میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت

شایان ذکر است اطلاعات مربوط به قیمت سهام به صورت مستقیم از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین برگرفته از اطلاعات اعلام شده سایت کدال جمع‌آوری شده است.

متغیر تعدیلی:

در این تحقیق با توجه به موضوع تحقیق، تئوری نمایندگی به عنوان متغیر تعدیلی می‌باشد که برای محاسبه تئوری نمایندگی در این تحقیق مطابق با تحقیق هانگ و یان^۲ (۲۰۱۷) از نسبت گردش دارایی استفاده می‌شود. این نسبت، چگونگی استفاده و بهره‌وری از دارایی‌های شرکت توسط مدیران برای ایجاد فروش بیش‌تر در قبال استفاده از منابع در

¹ Takafumi

² Hang .Yan .Zhou & Meng Yan1

اختیار مدیر را اندازه‌گیری کرده و به‌عنوان معیاری معکوسی برای هزینه‌های نمایندگی به کار می‌رود. این نسبت از تقسیم فروش سالانه به مجموع دارایی‌ها حاصل می‌گردد.

$$\text{تئوری نمایندگی} = \frac{\text{کل فروش}}{\text{کل دارایی}}$$

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (SIZE): در این تحقیق، اندازه شرکت، توسط محاسبه لگاریتم از کل دارایی‌های هر شرکت، محاسبه می‌شود.

$$\text{size} = \log A$$

اهرم مالی (LEV): که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

$$\text{Lev} = \frac{TL}{TA} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی}}$$

بازده دارایی (ROA): بازده دارایی نشان‌دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی است و بیشتر بر بازده بخش عملیاتی متمرکز است. نسبت بازده دارایی‌ها حاصل تقسیم سود خالص به کل دارایی‌های است.

$$\text{بازده دارایی} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی}}$$

رشد فروش (S grow): رشد فروش شرکت است که از تفاوت فروش دوره جاری با دوره قبل تقسیم‌بر فروش دوره قبل به دست می‌آید و انتظار می‌رود تأثیر مثبتی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد.

$$\text{رشد فروش} = \frac{\text{فروش دوره قبل} - \text{فروش جاری}}{\text{فروش دوره قبل}}$$

۶- تجزیه و تحلیل فرضیه‌های تحقیق

برای آزمودن فرضیه‌های تحقیق از مدل زیر استفاده می‌شود:

مدل ۱

$$Debt\ maturity_{it} = \beta_0 + \beta_1 liquidity_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 S\ Grow_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل ۲

$$Debt\ maturity_{it} = \beta_0 + \beta_1 liquidity_{it} + \beta_2 AC_{it} + \beta_3 (liquidity_{it} * AC_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 S\ Grow_{it} + \varepsilon_{it}$$

Debt maturity: ساختار سررسید بدهی

liquidity: نقد شوندگی سهام

AC_{it}: تئوری نمایندگی

Size_{it}: اندازه شرکت

LEV_{it}: اهرم مالی

ROA_{it}: بازده دارایی

S Grow_{it}: رشد فروش

ε: خطای رگرسیون (باقی مانده مدل)

β₀: مقدار ثابت

β_i, i=1,2,3,4,5,6: ضرایب رگرسیونی

۷- آمار توصیفی

در جدول زیر آماره توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. لازم به

ذکر است که داده‌های تحقیق مربوط به دوره ۱۰ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ برای ۱۲۶ شرکت

به صورت سالانه استخراج شده است.

کمترین ن	بیشترین	کشیدگ ی	چولگ ی	انحراف معیار	میانه	میانگین	مشاهدات	نماد	
۰.۰۶	۱.۰۰	۷.۵۹	-۱.۹۶	۰.۱۴	۰.۹۳	۰.۸۷	۱۲۶۰	DEBT_MATURITY	ساختار سررسید بدهی
۰.۰۰	۳۸۰۴۲.۰	۳۲.۱۶	۴.۷۰	۳۶۹۵.۶۷	۷۷۵.۰	۱۹۹۱.۷۰	۱۲۶۰	LIQUIDITY	نقد شوندگی سهام
۰.۰۰	۲۵۵.۸۶	۷۵.۴۸	۶.۸۴	۱۵.۴۱	۰.۵۹	۵.۲۳	۱۲۶۰	AC	هزینه‌های نمایندگی

۰.۰۱	۲.۰۸	۶.۰۴	۰.۵۰	۰.۲۲	۰.۵۶	۰.۵۶	۱۲۶۰	LEV	اهرم مالی
-	۹۳.۹۱	۳۳۳.۳۳	۱۴.۳۲	۳.۷۵	۰.۰۳	۰.۴۹	۱۲۶۰	ROA	بازده دارایی
۲۹.۸۴									
-۱.۰۰	۴۱.۵۴	۵۲.۴۵	۵.۷۹	۲.۸۱	۰.۱۳	۰.۷۵	۱۲۶۰	SGROW	رشد فروش
۴.۳۷	۹.۱۸	۳.۶۶	۰.۴۸	۰.۶۸	۶.۲۴	۶.۲۹	۱۲۶۰	SIZE	اندازه شرکت

جدول ۱: آمار توصیفی

با توجه به جدول میانگین متغیرهای ساختار سررسید بدهی، نقد شوندگی سهام، هزینه‌های نمایندگی، اهرم مالی، بازده دارایی، رشد فروش و اندازه شرکت به ترتیب برابر ۰.۸۷، ۱۹۹۱،۷۰، ۵،۲۳، ۰،۵۶، ۰،۴۹، ۰،۷۵، ۶،۲۹ می‌باشد. در بین متغیرها نقد شوندگی سهام با مقدار (۱۹۹۱،۷۰) دارای بیشترین میانگین و متغیر بازده دارایی با مقدار (۰/۴۹) دارای کمترین میانگین است. میانگین اهرم مالی ۰،۵۶ می‌باشد و نشان‌دهنده این است که تقریباً ۵۶٪ منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین مالی شده است. بازده دارایی‌های شرکت‌های نمونه برابر ۰/۴۹ به دست آمده که بیانگر این است که به ازای هر ۱۰۰ ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی، ۴۹ درصد بازدهی ایجاد شده است. بیشترین و کمترین مقدار متغیرهای ساختار سررسید بدهی، نقد شوندگی سهام، هزینه‌های نمایندگی، اهرم مالی، بازده دارایی، رشد فروش و اندازه شرکت (بیشترین ۱،۰۰، ۳۸۰۴۲،۰۰، ۲۵۵،۸۶، ۲،۰۸، ۹۳،۹۱، ۴۱،۵۴، ۹،۱۸ و کمترین: ۰،۰۶، ۰،۰۰، ۰،۰۰، ۰،۰۱، ۲۹،۸۴، -۱،۰۰، ۴،۳۷ می‌باشد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی متغیر ساختار سررسید بدهی که به ترتیب برابر با ۱/۹۶- و ۷/۵۹ می‌باشند، نشان‌دهنده این است که متغیر وابسته تحقیق در بازه اعداد ۰ و ۳ نبوده و این متغیر دارای توزیع نرمال نیست.

۸- بررسی فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

جدول ۲؛ نتایج تخمین فرضیه اول تحقیق

$$\text{Debt maturity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{liquidity}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{S Grow}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس	نتیجه
عرض از مبدأ	0.721163	0.018215	39.59184	0.0000	-	-
نقد شوندگی سهام	-0.019590	0.008869	-2.208812	0.0277	1.001529	معنی دار
اندازه شرکت	0.022449	0.002787	8.054271	0.0000	1.015411	معنی دار
اهرم مالی	0.082638	0.016971	4.869256	0.0000	1.014634	معنی دار
بازده دارایی	-0.000467	0.000249	-1.875423	0.0610	1.001040	بی معنی
رشد فروش	-0.000200	0.000257	-0.779625	0.4358	1.002909	بی معنی
ضریب تعیین		۰/۴۴		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۰
دوربین واتسون		۱/۵۳				
آماره f		۱۷,۲۱				
سطح معناداری		۰۰,۰۰				
ناهمسانی واریانس		۰,۰۰				

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق؛ ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۴۴ درصد متغیر ساختار سررسید بدهی توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۰ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۵۳ بین بازه قابل قبول (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول فوق نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر نقد شوندگی سهام با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۵ درصد هستند که نشان‌دهنده رابطه معنادار با ساختار سررسید بدهی است لذا فرضیه اول تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. پس فرضیه اول تحقیق مبنی بر بین نقد شوندگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد پذیرفته می‌شود. همچنین با

توجه به ضریب منفی متغیر نقد شونددگی سهام (۰,۰۱۹۵۹۰-) این رابطه به صورت معکوس می باشد. یعنی با افزایش نقد شونددگی سهام، ساختار سررسید بدهی کاهش پیدا می کند.

$$\text{Debt maturity}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{liquidity}_{it} + \beta_2 \text{AC}_{it} + \beta_3 (\text{liquidity}_{it} \times \text{AC}_{it}) + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{ROA}_{it} + \beta_7 \text{S}_{it} + \varepsilon_{it} \text{ Grow}$$

همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی دارند. اما بازده دارایی و رشد فروش با توجه به سطح معناداری بزرگ تر از ۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی ندارد.

فرضیه دوم: تئوری نمایندگی بر رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.
جدول ۳؛ نتایج تخمین فرضیه دوم تحقیق

نتیجه	عامل تورم واریانس	سطح معناداری	آماره t	انحراف استاندارد ضرایب	ضرایب	متغیرها
-	-	0.0000	36.92932	0.019721	0.728274	عرض از مبدأ
معنی دار	1.123262	0.0172	-2.390770	0.269585	-0.644515	نقد شوندگی سهام
معنی دار	1.318989	0.0000	-4.109760	0.430851	-1.770694	تئوری نمایندگی
معنی دار	1.413490	0.0001	-3.980900	0.246161	-0.979942	تئوری نمایندگی × نقد شوندگی سهام
معنی دار	1.045050	0.0000	7.148449	0.002978	0.021288	اندازه شرکت
معنی دار	1.015208	0.0000	77.52522	0.011258	0.872782	اهرم مالی
بی معنی	1.001548	0.1172	-1.567927	0.000242	-0.000379	بازده دارایی
بی معنی	1.035575	0.6862	-0.404161	0.000304	-0.000123	رشد فروش
۰/۴۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۶		ضریب تعیین	
۱/۵۴	دوربین واتسون					
۱۱٫۸۱	آماره f					
۰٫۰۰	سطح معناداری					
۰٫۰۰	ناهمسانی واریانس					

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق؛ ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۴۶ درصد متغیر قیمت‌گذاری خدمات حسابرسی توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۲ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۱/۵۴ بین بازه قابل قبول (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول فوق نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر تعاملی تئوری نمایندگی × نقد شوندگی سهام با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان‌دهنده رابطه معنادار با ساختار سررسید بدهی است لذا فرضیه دوم تحقیق

در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. پس فرضیه دوم تحقیق مبنی بر تئوری نمایندگی بر رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب منفی متغیر تعاملی تئوری نمایندگی \times نقد شونددگی سهام (۰,۹۷۹۹۴۲-) این رابطه به صورت معکوس می‌باشد. همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی دارند. اما بازده دارایی و رشد فروش با توجه به سطح معناداری بزرگ‌تر از ۵ درصد رابطه معناداری با ساختار سررسید بدهی ندارد.

۹- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای تحقیق

به لحاظ حسابداری می‌توان از نتایج تحقیق حاضر استنباط کرد که برای مدیران شرکت‌هایی که نقد شونددگی سهام کمتری دارند، مشکل است که در تأمین مالی خود از نقد شونددگی سهام بهره ببرند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از سهام شرکت که قابلیت تبدیل به نقد شدن کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقد شدن بالا نباشند، این سهام باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. هزینه‌های نمایندگی کمتر برای سهامداران به معنی بیشتر بودن نسبت سود تقسیمی و یا سود سرمایه‌ای می‌باشد. به بیان دیگر سهامداران باید سهم را در بازار خریداری کنند و برای شناسایی سود سرمایه‌ای باید سهم را در بازار به فروش برسانند. یعنی هزینه‌های نمایندگی کمتر باید از طریق معامله شناسایی شود و سود به سهامداران منتقل گردد. نقد شونددگی بالای سهم به سهامداران در کسب سود بیشتر در نتیجه پایین بودن هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند.

در ادبیات نظریه نمایندگی، استفاده بیشتر از ساختار سررسید بدهی‌ها، از راه‌های کاهش هزینه نمایندگی معرفی می‌شود، زیرا استفاده بیشتر از ساختار سررسید بدهی شرکت از طریق کاهش نیاز به تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام، منجر به کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌گردد نتیجه که در این تحقیق نیز بدان اشاره شد وجود نقد شونددگی بالای سهام سبب رونق نقدینگی و تأمین مالی شرکت می‌گردد از این رو ساختار سررسید بدهی کاهش می‌یابد که نشانگر رابطه معکوس بین نقد شونددگی

سهام و ساختار سررسید بدهی می‌باشد نتایج تحقیق حاضر همسو با نتایج تحقیق نو فاضل¹ (2021) می‌باشد در تحقیق آنان نیز که برای شرکت‌های عضو بورس بمبی (هند) و با بهره‌گیری از داده‌های تابلوی و روش رگرسیون چند متغیره انجام شده بود اثبات شد که، بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی رابطه منفی وجود دارد و همچنین هزینه ناشی از نمایندگی شدت رابطه فوق را تشدید می‌کند. این همخوانی ناشی از مزایا نقد شونددگی سهام برای شرکت‌های سهامی می‌باشید مکه به‌عنوان یک نوع منبع تأمین مالی سریع بوده و از طرفی تأثیر کاهنده هزینه نمایندگی به سبب کاهش هزینه سرمایه که در پی کاهش هزینه نمایندگی است سبب رونق نقد شونددگی سهام شده که شدت رابطه فوق را کاهش می‌دهد.

۱- طبق نتیجه فرضیه اول بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارد. به ناظران بورسی و همچنین به سیاست‌گذاران بازار پول و سرمایه پیشنهاد می‌شود که به بدهی بلندمدت به‌عنوان عاملی احتمالی در ایجاد حباب‌های قیمتی و ایجاد نابسامانی و فقدان ثبات در بازارهای مالی توجه نمایند ضمن اینکه با توجه به رابطه منفی بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی ، به سرمایه‌گذارانی که مالک تصمیم‌گیری آن‌ها نقد شونددگی سهام است، توصیه می‌شود به سررسید بدهی‌های شرکت نیز در تصمیمات خود توجه نمایند.

۲- طبق فرضیه دوم تحقیق تئوری نمایندگی بر رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. با توجه به تأثیری که هزینه‌های نمایندگی در رابطه بین نقد شونددگی سهام و ساختار سررسید بدهی دارد، چنانچه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به درک آثار منفی هزینه‌های نمایندگی نائل شوند، باید نسبت به احتمال تشدید سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقد شونددگی بالا در شرکت موردنظر، توجه داشته باشند تا از این طریق به تصمیم‌گیری منطقی‌تر رهنمون شوند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در زمینه تصمیم‌های مربوط به این که آیا منابع خود را در اختیار شرکت‌ها قرار دهند یا خیر و همچنین، این که

¹ Nufazil A

چه مقدار منابع و تحت چه شرایطی این کار صورت می‌گیرد، می‌توانند از نتایج این تحقیق بهره‌مند گردند. همچنین شایسته است سازمان حسابرسی و دیگر نهادهای قانون‌گذاری و نظارتی، در تدوین استانداردهای حسابداری و قوانین مالی، مقوله کاهش هزینه‌های نمایندگی را مورد عنایت بیشتر قرار دهند و با ارائه رهنمودهای لازم (برای محدود کردن هر چه بیشتر هزینه‌های نمایندگی)، استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی را جهت اتخاذ تصمیم‌های بهینه و آگاهانه، یاری نمایند.

۱۰- منابع

- احمد پور، احمد و باغبان، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه‌ی بین نقد شوندگی دارایی‌ها و نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۴)، ۶۱-۷۷.
- زمانی، علی اصغر، انواری رستمی، علی اصغر، بادآور نهندی، یونس، سعیدی، علی. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۵(۴)، ۲۵-۴۴.
- جعفری، علی و ملکی، عاطفه و بیداروند، رضا (۱۴۰۰). رابطه قابلیت مقایسه صورتهای مالی و ساختار سررسید بدهی. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۶، ۶۶.
- علیزاده، امیر خادم، حنجری، سارا و امینی، محمدعلی. (۱۳۹۴). نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن اهمیت حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های مالی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۴)، ۴۶۱-۴۷۸.
- کردلوئی، حمیدرضا، ابراهیمی، مهنوش. (۱۳۹۸). تبیین اثر اطلاعاتی نقدشوندگی سهام بر سود تقسیمی. حسابداری مدیریت، ۱۲(۴۱)، ۵۳-۶۷.
- محمد زاده مقدم، محمدباقر. (۱۳۹۷). تأثیر هزینه نمایندگی بر پیش‌بینی سودآوری شرکت‌ها، فصلنامه علمی پژوهشی، دانش حسابداری، مقاله ۱۶، دوره ۷، شماره ۲۵، بهار ۱۳۹۷، صفحه ۲۸۵-۲۹۵.
- ندافی، زهرا، پورعلی، محمدرضا. (۱۳۹۹). تأثیر نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری آتی شرکت‌ها: مورد مطالعه بازار سرمایه ایران. مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، ۱(۳)، ۲۶۹-۲۸۳.
- هاشمی، سید عباس، صمدی، سعید، هادیان، ریحانه. (۱۳۹۲). اثر کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۴)، ۱۱۷-۱۴۳.

- Hang .Yan. Zhou & Meng Yan1,..(2017). The moderating effects of agency costs on the relationship between executive explicit incentives and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. *Revista de la Facultad de Ingeniería U.C.V.*, Vol. 32, N°8, pp. 341-350, 2017.
- Nufazil Altaf Ahangar.(2021). Stock liquidity and corporate debt maturity structure: Evidences from Indian firms. *The Quarterly Journal of Finance*, <https://doi.org/10.1002/mde.3342>
- Marx M. Shang D. (2017). Investigating the Impact of Chastity on the Maturity Maturity Structure. Available at www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1342706.
- Xue Li& Huayang. Chen and Jin-huiLuo. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of Accounting Research*. Volume 11, Issue 3, September 2018.
- Zhong. Ni .(2020). The Impact of Stock Liquidity on Firm Innovation: Evidence From China. *Asian Journal of Social Science Studies*; Vol. 3, No. 2; 2018.